

**Pécsi Tudományegyetem
Állam és Jogtudományi Kar
Doktori Iskola**

**Érdekek és értékek az Európai Unió és az Egyesült Államok
vállalatfelvásárlási szabályozásában**

**Dr Halász Vendel
Doktori Értekezése
Tézisek**

**Témavezető:
Dr. habil. Kecskés András PhD
tanszékvezető**

Budapest-Pécs, 2015.

1. A kitűzött kutatási feladat rövid összefoglalása

A vállalatfelvásárlási ügyletek értéküket és hatásukat tekintve a legjelentősebb tőkepiaci tranzakciók közé tartoznak. Jelenlétük, gyakoriságuk, lebonyolításuk módja pedig alapvetően tudja befolyásolni egy állam vállalati ökoszisztémáját. Az Egyesült Államokban már egy évszázada vizsgálják ezen ügyletek megjelenésének indokait, és a belőlük származó (egyes elméletek szerint csak esetleges) hasznok megoszlásának módját. Vajon képesek ezek az ügyletek a vállalati menedzsment „fegyelmzésével”, szinergiák kihasználásával, vagy a működési hatékonyság javításával új értéket létrehozni? Esetleg csak a vállalatban már jelenlévő értéket osztják újra a társaság működésében szerepet vállaló felek, illetve a részvényesek különböző csoportjai közt? Mindezek alapvető kérdések lehetnek az egyes szabályozási modellek kialakítása során.

Figyelmemet már egyetemi éveim során felkeltette a vállalatfelvásárlások világa, ahogy e „tőkepiaci szupernóvák” ragyogása időről időre elvakítja a vállalati szektor iránt érdeklődő szakemberek és a közvéleményt tekintetét. Miután az Európai Unió megalkotta e területen saját szabályozását, a 2004/25/EK irányelvet (*vállalatfelvásárlási irányelv*), és annak átültetése a tagállamok által megtörtént a nemzeti szabályozásokba, lehetővé vált az így kialakult rendszer összehasonlító jogi megközelítése és elemzése. Kiindulópontként indokolt rögzíteni, hogy az Európai Unió a vállalatfelvásárlásokat az egységes, integrált tőkepiac létrehozatala érdekében szándékozott szabályozni. A szabályozással elérendő végcél az egységes, jól működő és likvid értékpapírpiac létrehozása, amely magasabb vállalatértékhez vezet, alacsonyabb tőkeköltséget jelent a társaságoknak, a befektetők (részvényesek) számára pedig magasabb hozamot biztosít. A kisebbségi részvényesek védelmének és a részvényesekkel való egyenlő elbánásnak a biztosítása szintén jelentős hangsúlyt kapott. Ezzel párhuzamosan pedig az Európai Unió a vállalatfelvásárlásokat alapvetően kívánatos tőkepiaci ügyleteknek tekinti, melyek megvalósítását támogatni kell.¹ Ezt pedig veszélyeztethetné, ha a céltársaság menedzsmentje a részvényesek hozzájárulása nélkül fogadhatna el ellenük védekező intézkedéseket. Így a szabályozás a menedzsment semlegességét részesíti előnyben. A kialakított európai szabályozási modellel kapcsolatban, annak eredményeinek és esetleges hiányosságainak megítéléséhez láttam fontosnak összehasonlító jogi vizsgálat elvégzését. Összehasonlítási alapot pedig véleményem szerint a fejlett tőkepiaccal rendelkező, illetve a vállalatfelvásárlások területén az első, és azóta is jól működő szabályozási rendszert kialakító Egyesült Államok tud jelenteni. Ezt tovább erősíti, hogy az Európai Unióban és az Egyesült Államokban egyaránt két lépcsős szabályozási megoldás érvényesül. Megjelenik ugyanis egy „központi” (közösségi, valamint szövetségi), illetve egy tagállami szintű szabályozás (melyet az Egyesült Államokban a bírói gyakorlat tesz teljessé, mely jellemzően a vállalatok vezetőinek vállalatfelvásárlások esetén tanúsítandó magatartását értelmezi).

A két szabályozási modell összehasonlító vizsgálatához kutatás-módszertani szempontból fontos volt dönteni az elemzés rendező elvéről. Milyen tényezők figyelembe vételét, milyen érdekek megjelenítését kérhetjük számon a vállalatfelvásárlások szabályozásán? A XX. század utolsó évtizedeiben a részvényesi értékbe, a részvényárfolyamok növelésébe és a tőkepiacok hatékonyságába vetett hit egyértelműen abba az irányba mutatott, hogy a vállalati szektor értékválasztása a részvényesi érdekek kizárólagosságában jelenik meg. Voltak olyan – ezen álláspontjuk tekintetében talán túlzott magabiztossággal rendelkező – szerzők, akik még

¹ Lásd WINTER, Jaap, SCHANS CHRISTENSEN, Jan, GARRIDO GARCIA, José Maria, HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan, ROSSI, Guido, SIMON, Joëlle, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10 January 2002, 2., 19-20. old. Elérhető (2014. október 17): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

azt is kiemelték, hogy ez egyúttal a társadalmi jólét indikátorának is tekinthető.² A XXI. század elején tapasztalt vállalati botrányok és világgazdasági válság azonban egyértelművé tette, hogy a részvényárfolyamok szárnyalása még nem jelent a szó klasszikus értelmében vett értéket, és az össztársadalmi jóléttel sem áll feltétlenül szoros kapcsolatban. Így a vállalatok működési, irányítási létcéljának újradefiniálása vált szükségessé. Erre adott választ véleményem szerint *Kecskés András* 2011-ben, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* címen megjelent könyvében. Ebben a felelős társaságirányítás (*corporate governance*) fogalmát és terjedelmét úgy határozta meg, hogy az a) a társaságok felelős irányítási rendszere, b) amely a társaság ügyvezetése, tulajdonosai, munkavállalói és más érintettek közötti relációk viszonylatában realizálódik, c) amely a profitorientált működés törvényes, etikus, ésszerű, hatékony és társadalmi szinten is hasznos megoldásain alapul, d) és amelynek szabályait a jogszabályok, a piac és az üzleti szféra önszabályozó mechanizmusai alakítják. Ebből kiindulva azt a következtetést vontam le, hogy a vállalatfelvásárlások szabályozásában a részvényesi érdekek fontossága mellett más (társaságban jelenlévő) érdekszférákra is indokolt tekintettel lenni. Így a szabályozás hatásait vizsgálni kell az egyéb érdekelték viszonyában is.

Kiindulásul rögzítettem azt is, hogy a vállalatfelvásárlási tranzakciók feltehetően jelentős érdekkonfliktusokat hordoznak. Ezek az érdekkonfliktusok pedig fellelhetők a vállalatban jelenlévő különböző érdekszférák egymáshoz való viszonyában, és a szabályozások összehasonlításához, értékeléséhez ezek átfogó ismerete szükséges. A vállalatfelvásárlási szabályozási megoldások érdemeit véleményem szerint az alapján tudjuk megítélni, hogy ezeket az érdekkonfliktusokat milyen megnyugtatóan kezelik. Érdekkonfliktusok alatt pedig – fentiek alapján – nem csak a részvényesi érdekeket és profitot érintő érdekkonfliktusokat értem. Ugyanakkor jómagam is fontosnak tartom a profitot, mint a befektetések megtételére ösztönző alapvető tényezőt, és a felelős gazdálkodás eredményét. Így a befektetőket, a befektetők érdekeit védő szabályok véleményem szerint is kiemelt részét kell, hogy képezzék a gazdasági jogi szabályozásnak, így a vállalatfelvásárlási jognak is. Ez mellet viszont nem tarthatom elfogadhatónak, hogy a részvényesi jólét (a *profit*) maximalizálására irányuló törekvések gyakran egyéb, nem részvényesi érdekelték rovására valósuljanak meg. Az (ellenséges) vállalatfelvásárlások és szabályozásuk területén ezt azért hangsúlyozom, mert az ilyen ügyletek nagy részében a részvényesek jelentős (legalábbis rövid távon jelentkező), biztos hozamra tudnak szert tenni. Amennyiben pedig ez a hozam más, nem részvényesi érdekelték rovására realizálódik, akkor ezek az ügyletek nem jelentenek valós gazdasági és társadalmi hasznot. Így véleményem szerint a szabályozás szintjén nem érdemes azok létrejöttét bátorítani. Sőt, a felmerült érdekkonfliktusokra megfelelő választ kell adni. Ezt leginkább úgy foglalnám össze, hogy azok a vállalatfelvásárlási tranzakciók lehetnek szabályozói szempontból kívánatosnak, melyek során egyesek jobb helyzetbe kerülnek (*részvényesek*), míg mások (*egyéb érdekelték*) nem kerülnek rosszabb helyzetbe. Számos egyéb (dolgozatomban kifejtett) indok mellett ezt azért is fogadhatjuk el kézenfekvőnek, mert a vállalatfelvásárlások során a nyertesek számánál mind helyi, mind nemzeti szinten nagyobb lehet a vesztesek száma.³

Így a kutatásom céljának azt tűztem ki, hogy feltérképezzem a vállalatfelvásárlások világában jelentkező érdekkonfliktusokat. Ezt követően pedig elemezzem azokat a szabályozási megoldásokat, amelyek segítségével az Európai Unióban és az Egyesült Államokban feloldásukra kísérletet tesznek. A kutatás végén arra reméltem választ kapni, hogy milyen

² Lásd GORDON, Jeffrey N., KORNHAUSER, Lewis A.: *Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models*, The Yale Law Journal, Vol. 96. Issue 2. (1986.) 295–296. old.; EASTERBROOK, Frank H., FISCHEL, Daniel R.: *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 35. Issue 1. (1983.) 1. old.

³ Lásd COFFEE, John C., *Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game*, Georgetown Law Journal, Vol. 78. Issue 5. (1990) 1548. old.

súllyal esnek latba e két vállalatfelvásárlási szabályozási rendszerben a részvényesi, illetve egyéb érdekelti érdekek. Ennek, illetve az Egyesült Államok szabályozási megoldásainak elemzését követően pedig célul tűztem ki az Európai Unió szabályozását érintő javaslatok megfogalmazását, - amennyiben ezt az összehasonlítás alapján szükségesnek látom. A dolgozatomban lefolytatott kutató munkát ugyanakkor nem csupán az érdekkonfliktusok szabályozásának elemzése vezeti, hanem a vállalatok életében, felelős irányításukban megjelenő értékek figyelembe vétele is. Ezért lett dolgozatom címe: „*Érdekek és értékek az Európai Unió és az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában*”

2. Az elvégzett vizsgálatok, elemzések rövid leírása, a feldolgozás módszerei

Az elvégzett vizsgálatok, elemzések rövid leírása

Dolgozatomat három fő fejezet alkotja, míg a negyedik fejezet *Záró következtetések* címszóval a következtetések levonására, javaslatok megfogalmazására szolgál.

I. fejezet

Dolgozatom első fejezete a vállalatfelvásárlások elméleti, történeti és szabályozási hátterét mutatja be. A komplex vállalatfelvásárlási ügyletek átfogó megértéséhez ugyanis nem lehet eltekinteni e kérdések előzetes vizsgálatától. E fejezet keretében kiindulási alapként bemutatásra kerülnek a vállalatok felelős irányításáról szóló, eltérő fókuszú elméleti megközelítések. Ezt követően pedig a fogalom értéktartalma, azaz a részvényesi érdekek elsődlegességét valló elmélet, illetve az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételét hangsúlyozó elmélet nézőpontjait állítom szembe. Ennek során ismertetem a két elmélet meghatározó képviselőinek álláspontjait. Így a részvényesi érdekek elsődlegességét valló elmélet keretében hivatkozok *Adolf A. Berle, Milton Friedman, Frank H. Easterbrook* és *Daniel R. Fischel, Reinier Kraakman* és *Henry Hansmann* professzorok ide vonatkozó álláspontjára. Az egyéb érdekeltek érdekeit figyelembe vevő elméleti megközelítést pedig *Edward Freeman, Max B. Clarkson* és *Archie B. Carroll* professzorok érvein keresztül mutatom be. Dolgozatom arra az álláspontra helyezkedik, hogy a társaságok felelős irányítása során a társaságokban megjelenő érdekek teljes rendszerére figyelemmel kell eljárni, és a vállalatfelvásárlási szabályozásnak is hasonlóan kell tennie.

Ezt követően szükségesnek láttam elemezni a vállalatfelvásárlási ügyletek létrejöttét magyarázó legjelentősebb elméleteket. Ezek segítségével válik lehetővé annak megértése, hogy hordoznak-e ezek az ügyletek előnyöket, és amennyiben igen, miben ragadható ez meg. Dolgozatom e részében bemutatásra kerül az ún. *fegyelmezési elmélet, együttműködési elmélet, a hatékonyságnövelés elmélete, a tökéletlen tőkepiacokból kiinduló kizsákmányolás elmélet,* illetve a *magatartástudományi megközelítésből kiinduló birodalomépítő elmélet.* Az elméletek sokszínűségéből azt a következtetést vontam le, hogy a vállalatfelvásárlások sokszínű tranzakciók, nem lehet őket egyértelműen előnyösnek vagy hátrányosnak minősíteni. Ezt mindig a konkrét ügylet ismeretében lehet eldönteni.

A vállalatfelvásárlások történetének bemutatása rámutat arra, hogy ezek az ügyletek már a XIX-XX. század fordulójától jelen vannak az Egyesült Államokban, míg a világ más részein jellemzően az 1980-as évek második felében, illetve az 1990-es években vált érezhetővé hatásuk. Így érthető, hogy az Európai Unióban csak ezzel egy időben jelent meg a vállalatfelvásárlási ügyletek szabályozásának szándéka. Az Egyesült Államok azonban eddig az időpontig már négy ún. vállalatfelvásárlási hullámon ment keresztül, és szabályozta ezeket a tranzakciókat mind szövetségi, mint tagállami szinten. Bírósági pedig jelentős gyakorlatot szereztek a vállalatfelvásárlások során felmerülő jogviták rendezésében. A jog, illetve

közgazdaság-tudomány pedig folyamatosan és mélyrehatóan elemezte az itt kialakított szabályozási megoldások működését és hatásait. Ez alapján nyilvánvalóan célszerű az Egyesült Államok szabályozási megoldásait és gazdag tapasztalatait összehasonlítani alapul tekintenünk az Európai Unió szabályozási megoldásainak átfogó értékeléséhez.

Dolgozatom I. fejezetében bemutattam még a vállalatfelvásárlások szabályozási hátterét, illetve ehhez kapcsolódóan az Európai Unió és az Egyesült Államok felelős társaságirányítási sajátosságait és társasági jogi rendszerük alapvonásait. Ezek átfogó ismerete szükséges ugyanis a vállalatfelvásárlási szabályozások megértéséhez, összehasonlításához, és a következtetések levonásához.

II. fejezet

Dolgozatom második fejezete a részvényesi érdekek védelmével foglalkozik. Ennek keretében először a vállalatfelvásárlási tevékenységhez kapcsolódó információk biztosításának módját elemzem, melynek fontosságáról már 1981-ben szót ejtett *Ronald J. Gilson* professor a *Stanford Law Review*-ben megjelent tanulmányában. Így megvizsgálom a tulajdonosi szerkezetek átláthatóságát, az esetleges céltársaságokra vonatkozó információk hozzáférhetőségét és természetesen a vállalatfelvásárlási ajánlatok szükséges tartalmi elemeit az Európai Unióban és az Egyesült Államokban.

Dolgozatomban bemutatott sajátos – és kevés hangsúlyt kapott – aspektusa a vállalatfelvásárlási tevékenységnek az ajánlattevő társaság részvényeseinek különleges helyzete. *John C. Coffee* professor felvetése szerint a vállalatfelvásárlási ügyletekhez kapcsolódó egyik fontos érdekellentét ugyanis – a jelenlegi szabályozási irányokkal szemben – éppen az ajánlattevő menedzserei és részvényesei között merülhet fel, és ennek szabályozása is indokolt lehet.⁴

A céltársaság részvényeseit érintő érdekkonfliktusok tekintetében először a vállalatfelvásárlások két jellegzetességét ismertetem: az ajánlatok elfogadása kapcsán a részvényesekre nehezedő kényszer problémáját, valamint a kollektív fellépés problémáját. Majd ebből kiindulva bemutatom a vállalatok tulajdonosi szerkezetéből adódó különbségekre is figyelmet fordítva a részvényesi érdekeket érintő legjelentősebb érdekkonfliktusokat a koncentrált és a szórt tulajdonosi struktúrában. A koncentrált tulajdonosi struktúrával rendelkező vállalatok esetében - vállalatfelvásárlási helyzetben - a legtipikusabb a többségi és a kisebbségi részvényesek között megfigyelhető érdekkonfliktus. A szórt tulajdonosi struktúrában az ajánlattevő „kreatív” ajánlattételi technikái (így különösen a részleges illetve a két lépésben megvalósuló ajánlatok) jelenthetnek veszélyt a részvényesek számára. Az érdekkonfliktusok, szabályozást igénylő kérdések feltárását követően pedig áttekintettem az azokra adott szabályozási válaszokat mind az Európai Unióban, mind az Egyesült Államokban. Az Európai Unióban közösségi szinten a 2004/25/EK irányelv rendelkezései, valamint az irányelvvel harmonizált tagállami jogszabályok vizsgálatát láttam indokoltnak. Az Egyesült Államokban szövetségi szinten a *Securities and Exchange Act* rendelkezéseit, valamint a *Securities and Exchange Commission* szabályozását tartottam fontosnak elemezni. Tagállami szinten pedig a részvényesek védelmét biztosító tagállami törvényeket tekintettem át, hogy megismerjem a részvényesek számára biztosított védelem mértékét.

A részvényesi érdekeket érintő további jelentős érdekkonfliktus a céltársaság részvényesei és menedzsmentje között bontakozik ki. A céltársaság igazgatói, vezető menedzserei ugyanis

⁴ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1269-1272. (Ugyanakkor Coffee szerint még nem bizonyított egyértelműen, hogy milyen gyakran történik ajánlattevői túlfizetés. A felvetés azonban komoly jelentőséggel bír álláspontom szerint.)

gyakran nem számíthatnak állásuk megtartására a vállalatfelvásárlást követően, ezért – nagy valószínűséggel – minden rendelkezésükre álló eszközzel inkább megakadályoznák azt. A részvényesek viszont így elesnek a vállalatfelvásárlások által jelentett azonnali hozamtól. Ezért fontos szabályozási kérdés a vállalat vezetése és a részvényesek közötti optimális hatáskörmegosztás. Erről az Egyesült Államokban intenzív tudományos párbeszéd folyt, melynek során felsorakoztatott érvek és álláspontok ma is jelentős mértékben befolyásolják a szabályozási megoldások kialakítását. Dolgozatom elemzi e problémákörre adott szabályozási válaszokat mind az Európai Unió, mind az Egyesült Államok viszonyában.

III. fejezet

Dolgozatom harmadik fejezetét az egyéb érdekeltek védelmének szenteltem. Véleményem szerint ugyanis tekintettel kell lenni a részvényesi érdekeken túlmutató tágabb szempontokra is a vállalatfelvásárlási szabályozás kialakítása során. Ebben az esetben az a kérdés, hogy a szabályozási megoldások képesek-e elejét venni az egyéb érdekeltek vállalatfelvásárlásokkal összefüggő (esetleges) érdeksérelmének. Ezzel kapcsolatban például *Andrei Shleifer* és *Lawrence H. Summers* közgazdászprofesszorok is megfogalmazták azon aggodalmukat, hogy az egyéb érdekeltektől (pl. munkavállalók, beszállítók, vagy akár – bizonyos megközelítésből – a kormányzat) a részvényesek irányába megnyilvánuló érték-átcsoportosítások a vállalatfelvásárlások során fizetett felár jelentős részét tehetik ki. *Lucian A. Bebchuk* professzor 1985-ben megjelent, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers* című tanulmánya szerint is fontos szempont, hogy a vállalatfelvásárlások során a részvényesek által elért nyereség nettó társadalmi hasznot jelentsen, azaz ne harmadik felek költségére valósuljon meg. Ez alapján az egyéb érdekeltek védelmének szempontjából az tűnhet optimálisnak, hogy a vállalatfelvásárlások elmozduljanak az ún. *Kaldor/Hicks hatékonyságtól* az ún. *Pareto hatékonyság* irányába. A *Kaldor/Hicks hatékonyság* alapján ugyanis akkor hatékony egy tranzakció, ha a nyertesek többet nyernek, mint a vesztesek veszítenek, tehát ha az összesített nyereség meghaladja az összesített veszteséget. Míg a *Pareto hatékony* tranzakció lényege viszont az, hogy egy tranzakció során egyesek jobb helyzetbe kerülnek, míg mások nem kerülnek rosszabb helyzetbe. Bár a *Pareto hatékonyság* elérése minden esetben nem teljesülhet maradéktalanul, de egyértelműen ez a cél mutat a helyes irányba.

Így az Európai Unió és az Egyesült Államok szabályozási megoldásainak vizsgálata során végső soron arra kerestem a választ, hogy fellelhető-e (akár közösségi/szövetségi, akár tagállami szinten) ebbe az irányba mutató szabályozási törekvés.

A feldolgozás módszerei

A dolgozat megírásához szükséges kutatómunka során az Európai Unió közösségi szintű szabályozása (2004/25/EK irányelv), illetve az Egyesült Államok szövetségi szintű szabályozása (*Securities Exchange Act*, valamint a *Securities and Exchange Commission* által felállított szabályok) vizsgálatán túlmenően törekedtem minél részletesebben megismerni az egyes tagállamok szabályozási megoldásait, illetve ezek egymásra épülését. Az Európai Unió tagállamai tekintetében ezek vizsgálatához hasznos kiindulópontot és átfogó információkat biztosított számomra az Európai Bizottság megbízásából elkészített *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, mely az Európai Unió 22 tagállamában vizsgálta a vállalatfelvásárlási irányelv rendelkezéseinek hatását és érvényesülését. Az Egyesült Államok tagállami szintű szabályozásának feldolgozásához segítségül hívtam az azok kialakításához mintát biztosító *Model Business Corporation Act* rendelkezéseit, illetve *Delaware* állam társasági jogát. Ezen túlmutatóan pedig minden szabályozási megoldás esetében kerestem a

kialakításukban úttörő szerepet játszó tagállamokat, hogy a legautentikusabb formájukban tudjam értékelni azokat. Az Egyesült Államokban a vállalatok vezetőinek vállalatfelvásárlások esetén tanúsítandó magatartását *Delaware* állam bírósági gyakorlatának tükrében mutattam be, a legjelentősebb esetek, és az általuk kialakított normarendszer segítségével.

3. Tudományos eredmények rövid összefoglalása

A részvényesi érdekek védelme

Az Európai Unióban vállalatfelvásárlások esetén a részvényesi érdekek védelmére szolgáló legfontosabb mechanizmus az ún. kötelező nyilvános vételi ajánlattételi szabály.⁵ Ennek alkalmazását a 2004/25/EK irányelv közösségi szintű szabályozása írja elő, és megfogalmazza az erre vonatkozó garanciális keretszabályokat is.⁶ A jellemzően koncentrált tulajdonosi struktúrával rendelkező kontinentális Európa vállalatai tekintetében e szabály alkalmas annak megakadályozására, hogy a céltársaságokban jelenlévő pakett-tulajdonosok részesedésük értékesítése során kizárólagosan saját maguk számára allokálják a vállalat feletti irányítás átadásához kapcsolódó felárat.⁷ A társaságból való kiszállás lehetőségét ugyanis az irányelv szerint valamennyi részvénybirtokos számára méltányos ellenérték fizetése mellett kell biztosítani⁸ (kivéve a szavazati joggal nem rendelkező részvényeket⁹). A szórt tulajdonosi struktúrában jelentkező káros ajánlattételi technikákra is hatékony ellenszert jelent a kötelező ajánlattételt előíró szabály. Bár az irányelv nem tiltja meg a részleges (vagy két lépésben megvalósuló) ajánlattételi technika alkalmazását,¹⁰ a kötelező nyilvános vételi ajánlattételt előíró szabály képes hatékonyan elejét venni a (kis) részvényesek érdeksérelmének. Amennyiben ugyanis egy ajánlattevő önkéntes (és esetlegesen részleges) vételi ajánlata eredményeként akkora részesedést szerzett meg egy céltársaságban, mely átlépi a nemzeti szabályozás által meghatározott befolyásszerzési küszöbértéket, akkor kötelezően vételi ajánlatot kell tennie a társaság fennmaradó (szavazati joggal rendelkező) részvényeire az irányelv 5. cikke alapján, méltányos áron. A méltányos ár meghatározása pedig alapvetően a legmagasabb fizetett ár elvét követi, mely fontos garancia a részvényesek érdekeinek védelmében. A szabályozás ez által pedig képes jelentősen csökkenteni a részleges (illetve két lépésben megvalósuló) ajánlatok kényszerítő jellegét. Az irányelv rendelkezéseivel harmonizált nemzeti szabályozások pedig ezt a szabályozási megoldást követik, esetenként további garanciális elemekkel kiegészítve.

Az Amerikai Egyesült Államokban szövetségi szintű törvényi szabályozásként az 1934-es *Securities Exchange Act* tartalmaz a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos rendelkezéseket. Ezt kiegészíti még a szövetségi felügyeleti hatóság, a *Securities and Exchange Commission* szabályozása (ugyanakkor ez utóbbi nem jogszabályi szintű szabályozás). Az ezekben fellelhető szabályok nem írnak elő a társaságok feletti irányítás megváltozásának esetére valamennyi részvényre kiterjedő nyilvános vételi ajánlattételi kötelezettséget. Így az ajánlatok kényszerítő jellegének, a kismérvényesek esetleges érdeksérelmének kevésbé tudnak gátat

⁵ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 219–220. old.

⁶ Lásd 2004/25/EK irányelv 5. cikk (1)

⁷ Lásd BERGLÖF, Erik, & BURKART, Mike: *European Takeover Regulation*, Economic Policy, Vol. 18. Issue 36. (2003.) 175. old.; MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 211-212. old.

⁸ Lásd 2004/25/EK irányelv 5. cikk (1), 5. cikk (4)

⁹ Lásd 2004/25/EK irányelv 2. cikk (1) e) fogalom-meghatározása

¹⁰ Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 466. old.

szabni. A részleges (illetve két lépésben megvalósuló) ajánlatok káros hatásainak kiküszöbölését sem biztosítják. Szintén nem akadályozza meg a szövetségi szintű szabályozás, hogy a vállalat feletti irányítás megszerzése egy irányító részvényt pakett átadásával valósuljon meg, az annak tulajdonosával folytatott külön megállapodás alapján. A vállalatfelvásárlási ügylet így nem szükségszerűen terjed ki a kisorozványesek részvényeire, akik „beragadhatnak” a társaságba (szerencse ebben a tekintetben, hogy a nagy részvényt pakettek jelenléte az Egyesült Államok vállalataiban kevésbé gyakori), vagy éppen előnytelen feltételekkel kerülhetnek kiszorításra. A szabályozás csupán azt követeli meg, hogy a szavazati joggal rendelkező részvények több, mint 5%-ának megszerzéséhez egy meghatározott tartalmi elemekkel rendelkező, és a *Securities and Exchange Commission*-nak benyújtott (illetve a céltársaságnak eljuttatott) ajánlati dokumentáció készüljön.¹¹ A *Securities and Exchange Commission* szabályozása továbbá a részvényesekkel való egyenlő elbánás elve alapján biztosítja, hogy az ajánlatokban minden részvényes egyenlő feltétellel vehessen részt (az ajánlattal érintett részvényosztályból), és valamennyi részvényes azonos árat (*a legmagasabb fizetett árat*) kapja papírjaiért.¹² A szövetségi szintű szabályozást a részvényesek védelme szempontjából kiegészíthetik a tagállamok által elfogadott, vállalatfelvásárlásokat szabályozó törvények. Ezek több típusa (sőt generációja) is ismert, így: „tisztességes árat” biztosító tagállami törvényi szabályozások, irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvények, üzleti kombinációs törvények, illetve az értékelési jog gyakorlását lehetővé tevő törvényi szabályozások.¹³ Ezek jelenléte ugyanakkor esetleges, korántsem érvényesülnek minden tagállamban, és az alkalmazott megoldások is jelentős variációkat mutatnak. Mint azt kutatásaim során megállapítottam, e tagállami törvények jelentős további védelemben részesítik a szövetségi szintű jogalkotáson túlmenően a céltársaságok részvényeseit. Alkalmazásuk képes lehet csökkenteni a vállalatfelvásárlási ajánlatok kényszerítő jellegét, segíthet tisztességes ellenértéket vagy éppen a részvényesek számára kedvezőbb ajánlati struktúrát és feltételeket elérni a vállalatfelvásárlások során. Ugyanakkor ezek a hatások korántsem érvényesülnek minden tagállam vagy minden ügylet esetében, és korántsem egyformán. Ez ugyanis jelentős részben függ az érintett tagállam által alkalmazott vállalatfelvásárlásokra vonatkozó szabályozási megoldásoktól, de akár a céltársaság menedzsmentjének hozzáállásától, vagy éppen az ajánlat struktúrájától. Hangsúlyozni érdemes, hogy az amerikai vállalatok (és vállalati jog) szempontjából kiemelt jelentőségű *Delaware* állam csak az üzleti kombinációs törvényt alkalmazza (és az más államok üzleti kombinációs törvényeihez viszonyítva több eltérést is mutat). Több tagállam pedig semmilyen ilyen jellegű szabályozást nem léptetett hatályba.¹⁴ Így bizonyos esetben előfordulhat álláspontom szerint, hogy az Amerikai Egyesült Államok egyes tagállamaiban érvényesülő szabályozás (a szövetségi jognak és az elfogadott tagállami törvényeknek köszönhetően) hatását tekintve az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelvéhez mérhető védelmet nyújt a

¹¹ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, *Pace International Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 213–214. old.; EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, *Stanford Law Review*, Vol. 35. Issue 1. (1983.) 16. old.; *Securities and Exchange Act of 1934*, 14d szakasz, Elérhető (2014. november 4.): <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

¹² Lásd SEC Rule §240.14d-10 (a) (1) Elérhető (2014. november 4.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114d_61, SEC Rule §240.14d-10 (a) (2) Elérhető (2014. november 4.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114d_61

¹³ Lásd SUBRAMANIAN, Guhan, *The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the Race Debate and Antitakeover Overreaching*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 150. Issue 6. (2002) 1828. old.

¹⁴ Így például Alabama, Alaska, Arkansas, Kalifornia, Montana, New Hampshire, Nyugat-Virginia. Lásd SUBRAMANIAN, Guhan, *The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the Race Debate and Antitakeover Overreaching*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 150. Issue 6. (2002) 1828. old.

céltársaság részvényesei számára, - azonban ez korántsem garantált. Míg az Európai Unióban a vállalatfelvásárlási irányelv szabályozása a közösségi jog minimumának szánt garanciaként megvédi a (kis)részvényeseket a számukra hátrányos ajánlattételi technikáktól, addig az Egyesült Államokban a szövetségi jog és a tagállami törvények egymásra hatása eredményeként esetlegesen előálló (szerencsés) helyzet lehet ez. Az Európai Unióban a nemzeti szabályozások pedig még további garanciális elemeket is tartalmazhatnak, így a részvényesek védelme ez által is erősödhet. Ez alapján álláspontom szerint a céltársaság részvényeseinek védelme és érdekeik érvényesülése egyértelműen – és számottevően – erőteljesebb az Európai Unió vállalatfelvásárlási szabályozásában.

A céltársaság igazgatótanácsa és részvényesei között kialakuló érdekellentétet (hiszen míg ebben az esetben az igazgatók pozíciójuk megtartásában, addig a céltársaság részvényesei a felvásárlás során elérhető profitban érdekeltek) is a céltársaság részvényesei szempontjából jóval megnyugtatóbban rendezte a vállalatfelvásárlási irányelv, mint ahogy azt az Egyesült Államok szabályozásában megfigyelhetjük. Az Európai Unió ugyanis a vállalatfelvásárlásokat alapvetően előnyös tőkepiaci ügyleteknek tartja, és a vállalatfelvásárlási irányelvben az ún. semlegességi (*neutralitási*) szabályban határozza meg az igazgatók által követendő magatartást. Így a céltársaság vezetése nem tehet a részvényesek hozzájárulása nélkül védekező intézkedéseket a vállalatfelvásárlási ajánlatok megakadályozására (kivéve az ún. rivális ajánlatok keresését). Így nem képes a részvényesek hozzájárulása nélkül megakadályozni egy – a részvényesek szempontjából potenciálisan jelentős haszonnal kecsegtető – vállalatfelvásárlási ügyletet. Bár e szabály alkalmazása alól ki lehet szerződni a tagállamoknak, a szabályozás egyértelműen kijelöli ebben a tekintetben az Európai Unió által követendőnek tartott irányt. Szintén fontos, hogy az Európai Unió tagállamainak többsége elfogadta a semlegességi szabály alkalmazását (kivéve Belgium, Dánia, Németország, Magyarország, Luxemburg, Hollandia és Lengyelország). Az Egyesült Államokban ugyanakkor nem érvényesül hasonló szabályozás a menedzsment magatartására vonatkozóan, sem szövetségi, sem tagállami szinten. Az igazgatótanács vállalatfelvásárlási helyzetben tanúsítandó helyes magatartása tekintetében kialakult bírói gyakorlat (Delaware állam mérvadónak számító gyakorlata alapján) a vállalatfelvásárlások által jelentett fenyegetés felmérése, és az erre adott ésszerű válasz (védekezés) az igazgatótanácsok kötelezettségének része. E feladat ellátásához az amerikai társaságok igazgatótanácsai jelentős mozgásteret kapnak. Ez egészen addig terjed, amíg jóhiszeműen járnak el ésszerű vizsgálat alapján, és az elfogadott intézkedések nem tekinthetők „*drákóinak*” (lásd *Unitrin*).¹⁵ Nem meglepő, hogy az Egyesült Államokban az igazgatótanácsok gyakran élnek e jogkörükkel, és fellépnek a fenyegetésként értékelt ajánlatokkal szemben. Ebben nem gátolja őket az a szempont, hogy az ajánlati ár felárat testesít meg az éppen aktuális piaci árhoz képest. A részvényesek érdekében felhozott hosszú távú megfontolások könnyedén felülírhatják a rövid távú profitérdeket.

Ez alapján az Európai Unióban a céltársaság részvényeseinek érdekeit az amerikai szabályozási megoldásokon jelentősen túlmutató garancia védi. A részvényesi érdekek erőteljes (még az Egyesült Államokban tapasztalható szintet is jóval meghaladó) védelme pozitív sajátossága az Európai Unió szabályozásának. Hozzásegít a befektetői bizalom, a befektetéseknek kedvező tőkepiaci környezet kialakításához, továbbá minimalizálja vállalatfelvásárlási helyzetben azt a kockázatot, melynek a céltársaság részvényesei ki lehetnek téve. Ez vonzónak bizonyulhat a befektetők számára, hiszen a befektetésükhöz kapcsolódó hozam e jelentős konfliktusokat hordozó ügyletek esetében is biztosítva van. Az alacsonyabb befektetői kockázat pedig minden bizonnyal vonzó, és csökkenti az európai vállalatoknak a növekedéshez szükséges tőke megszerzésének költségét.

¹⁵ Lásd MAGNUSON, William: *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009) 216. old.

Az egyéb érdekeltek érdekeinek védelme

Az Európai Unióban a vállalatfelvásárlási irányelv az egyéb érdekeltek érdekei közül a munkavállalókat emeli ki. Érdekeiket a vállalat jövőbeni üzleti tevékenységéről, illetve saját sorsukról számukra biztosított információkkal törekszik védeni. Ugyanakkor még a pontos, megbízható információszolgáltatás betartására sem kötelezi konkrét szankció az ajánlattevőt. A munkavállalók továbbá közzétehetik (amennyiben szükségesnek látják) a céltársaság ügyviteli/irányító szervének az ajánlatról készített jelentéséhez csatolva az ajánlatnak a foglalkoztatottságra gyakorolt hatásaira vonatkozó különvéleményüket. Ennek bármilyen mértékű figyelembe vételére azonban semmilyen garancia sincs. A munkavállalói képviselet intézményét alkalmazó tagállamokban pedig a munkavállalói képviselők szintén részt vehetnek a felügyelőbizottság ajánlattal kapcsolatos álláspontjának megfogalmazásában (mely ugyanakkor szintén csak véleményük kifejezését biztosítja). A munkavállalók, és az egyéb érdekeltek további csoportjainak védelme szempontjából kiemelt szerep hárulna az irányelv 3. cikk (1) c) –ben szereplő általános elvre. Ez alapján a céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének a társaság, mint egész érdekében kellene eljárnia. Ellentmondást idéz elő viszont ugyanennek a c) pontnak a második része. Ez ugyanis kimondja, hogy a céltársaság ügyviteli vagy irányító szerve nem tagadhatja meg az értékpapírok birtokosaitól az ajánlat érdemi megítélésének lehetőségét. A két rendelkezés tehát némiképp ellentmond egymásnak, bár ezt feloldják az irányelv konkrét rendelkezései, melyek vitathatatlanul ez utóbbi általános elv érvényesülésének engednek teret. Az irányelv 9. cikk (2) bekezdése ugyanis a vállalatfelvásárlások során semlegességre kötelezi a céltársaság vezetését, így részvényesi felhatalmazás hiányában nem tehetnek semmilyen releváns lépést a vállalatfelvásárlás megakadályozására, még ha ez szolgálná is a „társaság, mint egész” érdekét.¹⁶ Bár a semlegességi szabály alkalmazása alól lehetséges kiszerezni, a tagállamok többsége mégis alkalmazza azt. Ezek esetében pedig egyértelműen eldőlt, hogy a semlegességre kötelezett igazgatótanács nem léphet fel a társaság, mint egész érdekében (kivéve természetesen, ha megkapja erre vonatkozóan a részvényesek előzetes felhatalmazását). A semlegességi szabályból kiszereződött államok esetében pedig egy további megoldásra váró probléma is fellép. Mit tekint konkrétan az irányelv a „társaság, mint egész érdekében” tartozónak? Erre a szabályozásból csak távoli következtetés vonható le, mely nem tűnik az egyéb érdekeltek érdekében történő beavatkozás elégséges alapjának. A semlegességi szabály alkalmazása alól kiszereződött tagállamok általános társasági jogi szabályozása még biztosíthatna – az egyes konkrét tagállamok esetében – kiindulási alapot a „társaság érdeke” fogalom meghatározásában, azonban (a kutatásaim során megismert szabályozási megoldások alapján) ezek sem kellően részletesek. Így a „társaság érdekére” hivatkozva csak meglehetősen óvatos beavatkozási lehetősége lehet a vállalat vezetésének (még abban az esetben is, ha a semlegességi szabály nem szabna gátat ennek).

Amerikában szövetségi szinten a *Securities and Exchange Act* felhatalmazása alapján a *Securities and Exchange Commission* szabályozása biztosítja a munkavállalók számára az ajánlat rájuk, illetve céltársaságra gyakorolt hatásaira vonatkozó információinak megszerzését. Az Egyesült Államok szövetségi szintű szabályozása ezzel párhuzamosan nem ír elő semlegességet a céltársaság vezetésének, így lehetőségük van fellépni a károsnak, hátrányosnak ítélt vállalatfelvásárlási ajánlatokkal szemben. A tagállamok többsége (*Subramanian Guhan* 2002-ben megjelent tanulmánya szerint mindösszesen 31)¹⁷ pedig

¹⁶ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 104-105. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹⁷ Lásd SUBRAMANIAN, Guhan, *The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the Race Debate and Antitakeover Overreaching*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 150. Issue 6. (2002) 1827-1828. old.

hatályba léptetett olyan szabályozást is, mely kifejezetten felhatalmazza az igazgatótanácsokat az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételére. Ezek részletesen meghatározzák az egyéb érdekeltek körét, többségében előremutatóan átfogó definíciót biztosítva. Ez terjedelmében legalábbis lefedi (de talán túl is lépi) a *Kecskés András* által megalkotott, és dolgozatom elején ismertetett *corporate governance* definícióban szereplő érdekelti kört. Így jellemzően ide sorolhatja a tagállami jogalkotás a társaság munkavállalóinak, beszállítóinak, hitelezőinek és fogyasztóinak az érdekeit; az állam és a nemzet (esetleg régió) gazdaságát; bármilyen intézkedés hatásait arra a közösségre, melyben a társaság működik. A társaság és részvényesei érdekei tekintetében pedig gyakran egyaránt hangsúlyozásra kerülnek a hosszú távú és rövid távú érdekek, továbbá annak lehetősége is, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja. Nem ritka olyan általános felhatalmazás biztosítása az igazgatók számára, hogy figyelembe vehetnek bármilyen olyan tényezőt is, melyet megfelelőnek ítélnék a társaság legjobb érdekének meghatározásához. Szintén gyakran rendezik a tagállamok kifejezetten a különböző érdekek egymáshoz való viszonyát. Ennek során kiemelhetik, hogy az igazgatóknak a döntéshozatal során egyik társaságban jelenlévő érdekelti csoportra gyakorolt hatást sem kell meghatározó tényezőként figyelembe venniük. Így nem szükséges prioritást biztosítaniuk a részvényesi érdekeknek sem.¹⁸ Ez néhol (pl. *Indiana* állam esetében) még azzal is nyomatékosításra került, hogy a tagállam saját joghatósága alatt egyértelműen kizárja a *Delaware* bírói gyakorlat alkalmazási lehetőségét.¹⁹ Ugyanis a *Delaware* bírói gyakorlat csak szűkebb teret enged az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételéhez. Továbbá az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételére kifejezett lehetőséget biztosító tagállami törvények (bár a vállalatfelvásárlások „fenyegetése” vezetett elfogadásukhoz) hatályukat gyakran nem korlátozzák pusztán a vállalatfelvásárlási helyzetekre. Hanem lehetőséget biztosítanak az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételére az igazgatók valamennyi döntése során, tehát általános érvennyel. Ez pedig az ilyen törvényi szabályozást alkalmazó tagállamok vállalatainak mindennapi üzleti tevékenységét is erőteljesen befolyásolhatja, és az egyéb érdekeltekkel kialakuló együttműködéshez jó alapot biztosíthat. Összefoglalóan azt a következtetést tudtam levonni, hogy az egyéb érdekelti érdekek ilyen megjelenítése az európai megoldáshoz képest új dimenziót jelent. Az Egyesült Államok ilyen jellegű szabályozási megoldást nem alkalmazó tagállamaiban pedig a mérvadónak ítélt *Delaware* bírói gyakorlat adhat útmutatást (*Delaware* állam ugyanis nem fogadott el az egyéb érdekeltek védelmében tagállami törvényt) az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételében. Ez alapján is lehetséges az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vétele az igazgatótanács által, ha az racionális kapcsolatot mutat a részvényesi érdekekkel.²⁰

Így mindent összevetve azt a következtetést tudom levonni, hogy a részvényesi érdekek elsődlegességét kiindulási alapul tekintő Egyesült Államok társasági joga (figyelembe véve a szövetségi és tagállami szintű szabályozást) komolyabb teret enged a vállalatfelvásárlások során az egyéb érdekeltek védelmének, mint a „közösségi érdekek” társasági szférában betöltött fontosságára hagyományosan hangsúlyt helyező Európa.

¹⁸ Lásd például Pennsylvania Consolidated Statutes Title 15. Corporations and Unincorporated Associations Chapter 17. Officers, Directors and Shareholders, Subchapter B. Fiduciary Duty, § 1715. Exercise of powers generally (b) Consideration of interests and factors. Elérhető: <http://www.legis.state.pa.us/cfdocs/legis/LI/consCheck.cfm?txtType=HTM&ttl=15&div=0&chpt=17&sctn=15&subctn=0>

¹⁹ Lásd pl. Indiana esetében Indiana Business Corporation Law - Indiana Code - 23-1-35-1, Chapter 35. Standards of Conduct for Directors, Standards of conduct; liability; reaffirmation of corporate governance rules; presumption, Sec. 1. (f) (g) Elérhető: <http://www.in.gov/legislative/ic/2010/title23/ar1/ch35.pdf>,

²⁰ A dolgozat III. fejezet 3.5. pontjában az Egyesült Államok tagállamaiban megtalálható, az egyéb érdekeltek érdekeit védő törvényi szabályozás bemutatása, illetve a bírói gyakorlatra vonatkozó 3.3. pontja alapján készített összefoglaló, következtetés.

4. Tudományos eredmények hasznosítása illetve a hasznosítás lehetőségei

Dolgozatomban az Egyesült Államokkal összehasonlítva elemeztem a részvényesek és az egyéb érdekelték védelmének mértékét az Európai Unióban. Ez alapján pedig meg tudom tenni javaslataimat az európai szabályozási modell további fejlesztésének irányairól. A kutatás eredményei alapján az tűnik indokoltnak, ha a részvényesi érdekeket védő szabályozás megtartásával párhuzamosan, és azzal összhangban, kialakításra kerülne az egyéb érdekelték hatékonyabb védelme. Így a szabályozás szintjén garanciák jelennének meg arra vonatkozóan, hogy a – szabályozás által egyébként jelentős garanciákkal védett – részvényesi érdekek nem az egyéb érdekelték rovására lesznek kiemelt figyelemben részesítve. A vállalatfelvásárlások ugyanis koránt sem ítéltethetők meg egységesen előnyösen. Elégséges ebben a tekintetben, ha a piaci és befektetői igények szempontjából nagyon is nyitott *Delaware* állam bírósági gyakorlatát idézzük fel. Ez ugyanis nem ritkán lát „fenyegetést” a vállalatfelvásárlási ajánlatokban; - és nem csak a rövidtávú részvényesi profit szempontjából. Ezért álláspontom szerint a vállalati vezetők magatartása tekintetében sem formális (azaz minden esetben éppen semlegességet, vagy valamilyen uniformizált megközelítést előíró) szabályozásra van szükség, hanem tartalmi (tehát a vállalatfelvásárlási ajánlatok értékéhez igazodó) megítélésre. Ebből a szempontból az irányelv semlegességi szabályát opcionálissá tevő 12. cikkét inkább méltatni illene, mint kárhoznatni. Ugyanakkor ezzel párhuzamosan nem jelennek meg azok az érdekek az irányelvben, melyek védelmében a vállalat vezetése megakadályozhat egy vállalatfelvásárlási ajánlatot, - már ha erre a semlegességi szabályból való kiszereződés okán éppen lehetősége van. Ebben az esetben valószínűleg az irányelv 3. cikk (1) c) nyújthatna eligazítást, nevezetesen hogy a „társaság, mint egész érdekében kell eljárnia”. Azonban ez a szabály is nélkülözi a konkrétumokat. A társaság érdekét így konkrétan definiálnia kellene a vállalatfelvásárlási irányelvnek, hogy irányt szabjon a vállalat vezetése által követendő magatartásnak. A vállalatfelvásárlási helyzetekben a társaság érdekének meghatározásában, e fogalom tartalmának kialakításában pedig segítségünkre lehet egyrészt a felelős társaságirányítás modern tudományának a vállalatban jelenlévő érdekelti körről alkotott álláspontja, másrészt pedig az Amerikai Egyesült Államok tagállamainak jogalkotásában a társaság legjobb érdekének figyelembe vétele során megjelenített tényezők. Nyilvánvalóan ide kell, hogy tartozzon a részvényesek érdeke. Érdemes kiemelni egyaránt a részvényesek hosszú távú és rövid távú érdekeit is (beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja). Az egyéb érdekelték érdekei között pedig indokolt lehet szerepeltetni a társaság munkavállalóinak, beszállítóinak, hitelezőinek és fogyasztóinak az érdekeit, az adott állam és a nemzet gazdaságát, valamint közösségi és társadalmi megfontolásokat. Szintén fontos, hogy nem feltétlenül kell minden érdeknek egyenlő súllyal latba esnie, de nem tehet szert egyik sem kizárólagosságra a többiek felett. Amikor pedig meghatározásra került a fentiek alapján a „társaság, mint egész érdeke”, akkor a jelenleginél kiegyensúlyozottabban kell az annak érdekében való fellépés alapelvét összhangba hozni a másik alapelvvel, mely szerint nem lehet megtagadni az értékpapír birtokosaitól az ajánlat érdemi megítélésének lehetőségét.²¹ Így ha a „társaság, mint egész” fogalomba tartozó egyes érdekek egyértelmű és jelentős sérelmet szenvednek (például az egyéb érdekelték), míg ezzel párhuzamosan mások előnyhöz jutnak (a részvényesek), a semlegességi szabály nem szabad, hogy útját állja a beavatkozásnak. Mivel minden vállalatfelvásárlási tranzakció egyedi, így az Európai Unióban is indokolt lenne kialakítani azokat a komplex normákat, mely logikus és átlátható módon keretet szabnak a tranzakciók egyedi megítélésének.

²¹ Lásd 2004/25/EK irányelv 3. cikk (1) c)

Az értekezés témakörében készült publikációk jegyzéke

HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András – Visegrády Antal: A review on La Porta's ouvre ARCHIV FÜR RECHTS- UND SOZIALPHILOSOPHIE 100:(4) pp. 549-559. (2014)

HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András: Performance based Compensation – A Practical Guidance on Remuneartion of Corporate Executives, *STUDIA PRAWNO-EKONOMICZNE* XCII: pp. 69-90. (2014)

HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András: A prospektusfelelősségről, In: Szabó István (szerk.) II. Interdiszciplináris Doktorandusz Konferencia. Konferencia helye, ideje: Pécs, Magyarország, 2013.05.15-2013.05.17. Pécs: Pécsi Tudományegyetem Doktorandusz Önkormányzat, 2014. pp. 67-86.

HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András: Stock Corporations - A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers, HVG-ORAC - LexisNexis, Budapest-Wien, 2013. 1-570. old.

HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András: Regulation on Hostile Takeover Bids in the United States, *ACTA UNIVERSITATIS BOGDAN VODA SERIES OECONOMICA* 4:(17) pp. 39-48. (2013)

HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András: La Porta Magyarországra látogat? - Rafael La Porta professzor és munkaközössége kutatásai és értékelési szempontjai a magyar jog tükrében In: Európai jog, 2013. 4. sz. 18-31. o.

HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András: A vállalatfelvásárlási ajánlatról való döntéshozatal lehetséges alternatívái In Gazdaság és Jog, 2013. 7-8. sz. 30-38. o.

HALÁSZ Vendel: Érdeellentétek a saját részvényszerzés területén In Magyar Jog, 2012. 11. sz. 677-689.

HALÁSZ Vendel: Beveszik-e az amerikai méregpirulát az Európai Unióban? In: Európai jog, 2012. 1. sz. 3-16. o.

HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: Ellenséges vállalatfelvásárlások az Egyesült Államokban, In: Jura, 2011 (17. évf.) 2. sz. 163-171. o.

HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: Az ellenséges társaságfelvásárlás jogszabályi háttere az Egyesült Államokban, In: Magyar Jog, 2011. december. 749-758. o.

HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: Társaságok a tőzsdén, HVG-ORAC, Budapest, 2011. 1-519. old.

HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: Döntsenek a befektetők? Az ellenséges vállalatfelvásárlás európai jogi hátteréről. In: Európai jog, 2010. szeptember. 13-26. old.

HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: A siker díja vagy a bukás ára? A vállalati vezetők javadalmazásának elmélete a pénzügyi válság tükrében. In: Jogtudományi Közlöny, 2010. április. 180-191. old.

HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: Mennyit és miért? Mértékek és jogcímek a vállalati vezetők javadalmazásában. In: Jogtudományi Közlöny, 2010. február. 72-82. old.

HALÁSZ Vendel: A részvénytulajdonlás összehasonlító kereskedelmi jogi elemzése. In: Studia Iuvenum Iurisprictorum (Szerk.: Drinóczi Tímea, Pécs, 2008)